

～海外情報～

2011年11月18日 全7頁

# 欧州経済見通し 引き続き不透明感が強い

経済調査部

シニアエコノミスト

山崎 加津子

## ユーロ圏債務問題の解決で進展がなければマイナス成長の可能性も

### [要約]

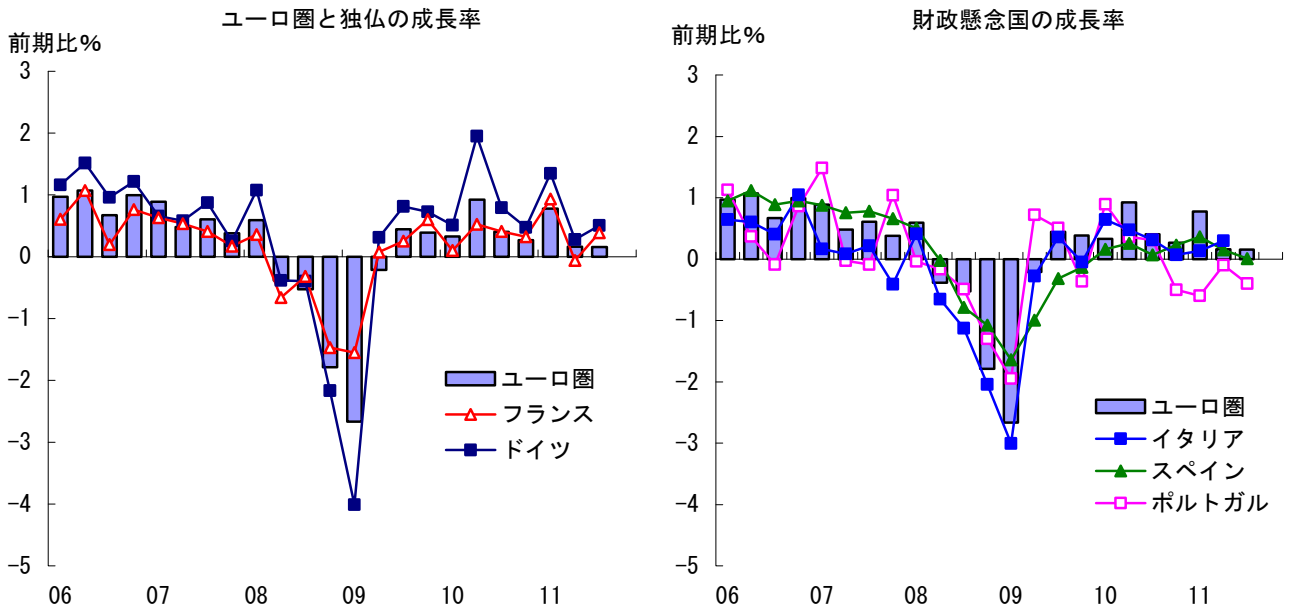
- ユーロ圏の7-9月期実質 GDP 成長率（速報値）は前期比+0.2%と低成長。ドイツとフランスはそれぞれ同+0.5%、同+0.4%と加速したが、財政健全化が最優先課題となっているポルトガルは同-0.4%、スペインは同0.0%となり、明暗がわかれた。
- 10月以降もユーロ圏の景況感は悪化傾向にある。とりわけユーロ圏債務問題に関して解決の道筋が見えないことがマインド悪化要因となっている。債券市場ではイタリア、スペイン、フランス、ベルギーの国債利回りが軒並み上昇しており、ドイツ国債との利回り格差が急拡大している。金利上昇は財政赤字削減を難しくする要因であり、追加の財政赤字削減策が必要となれば、内需を一段と冷やすことにつながろう。また、国債利回り上昇（国債価格下落）は、自己資本増強を迫られている銀行にとって痛手であり、銀行貸出の抑制が景気を冷やすことが懸念される。債務問題解決に向けて前進がなければ、ユーロ圏全体としてマイナス成長に陥る可能性を否定できない。
- ユーロ圏の財政・金融問題解決への取り組みは、銀行の自己資本増強、ギリシャの債務減免措置など一歩踏み込んだ対応に移ろうとしているが、支援のための財源確保が不十分で、危機伝播に対する防波堤の役目を果たせていない。この状況下で ECB（欧州中央銀行）の役割拡大への期待がますます高まっている。ECBは11月に0.25%の利下げを実施したが、追加の金融緩和に加え、財政懸念国への支援により積極的に関与することが期待されている。EU条約が禁じている、国債引き受けの実現は困難と考えられるが、以前フランスが提案した EFSF（欧州金融安定化機構）を銀行に転換し、ECBから資金を調達する提案に関しては再検討の余地があると考えられる。11月29日のユーロ圏財務相会合、12月9日のEU首脳会議が今後の注目日程となろう。

### ユーロ圏経済

7-9月期は前期比+  
0.2%成長

ユーロ圏の7-9月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比+0.2%と4-6月期の同+0.2%と同じ低成長にとどまった。加盟国の中でドイツとフランスは7-9月期の成長率がそれぞれ同+0.5%、同+0.4%と加速したが、財政健全化が最優先課題となっているポルトガルは同-0.4%、スペインは同0.0%となり、明暗がわかれた。なお、ギリシャは季節調整済みの GDP 統計が未発表のため、前年比の伸び率をみると、7-9月期は-5.2%と4-6月期の-7.4%からマイナス幅は縮小したものの、引き続き大きく落ち込んだ。イタリアに関しては7-9月期 GDP がまだ発表されていない。

**図表 1 ユーロ圏 7-9 月期 GDP : 財政懸念国の景気は失速へ**

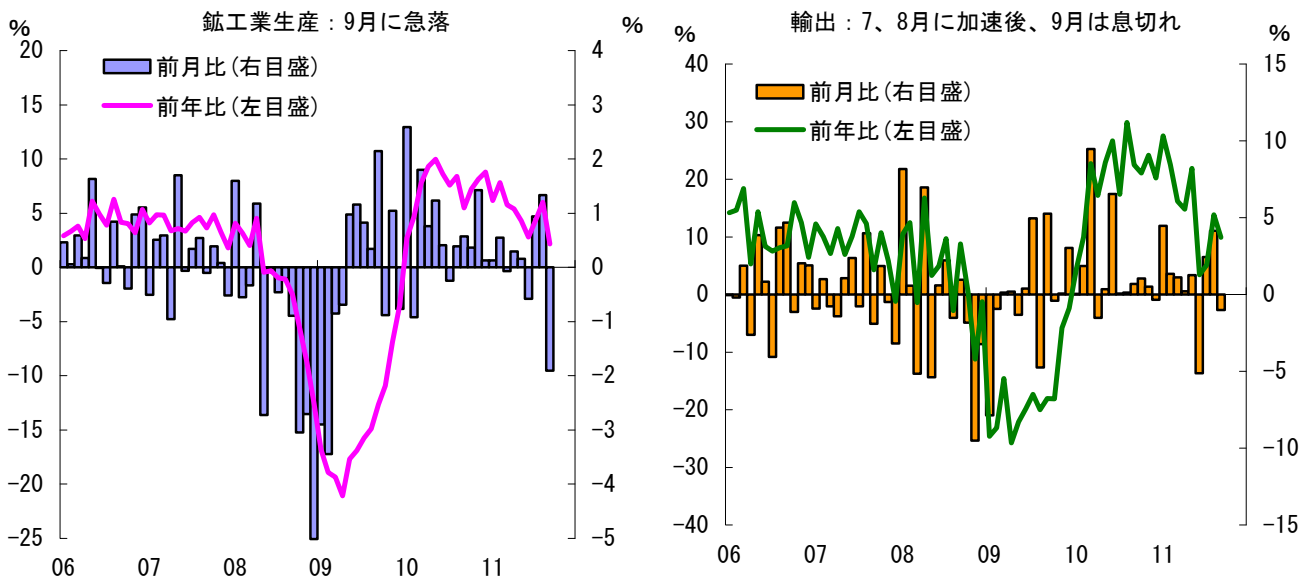


出所 : Eurostat データより大和総研作成

**9月に急ブレーキ**

ドイツとフランスが牽引役となってユーロ圏の7-9月期 GDP 成長率はプラスを維持したが、10-12月以降は景気低迷が長期化することが予想される。ユーロ圏の鉱工業生産と輸出は7月と8月は拡大基調にあったものの、9月は揃って前月比で落ち込んだ。特に鉱工業生産は前月比-2.0%と2009年2月以来の大幅な落ち込みとなった。背景にあるのは、景気の見通しに関して不透明感が高まっていることである。

**図表 2 ユーロ圏の鉱工業生産と輸出は9月に揃って落ち込んだ**

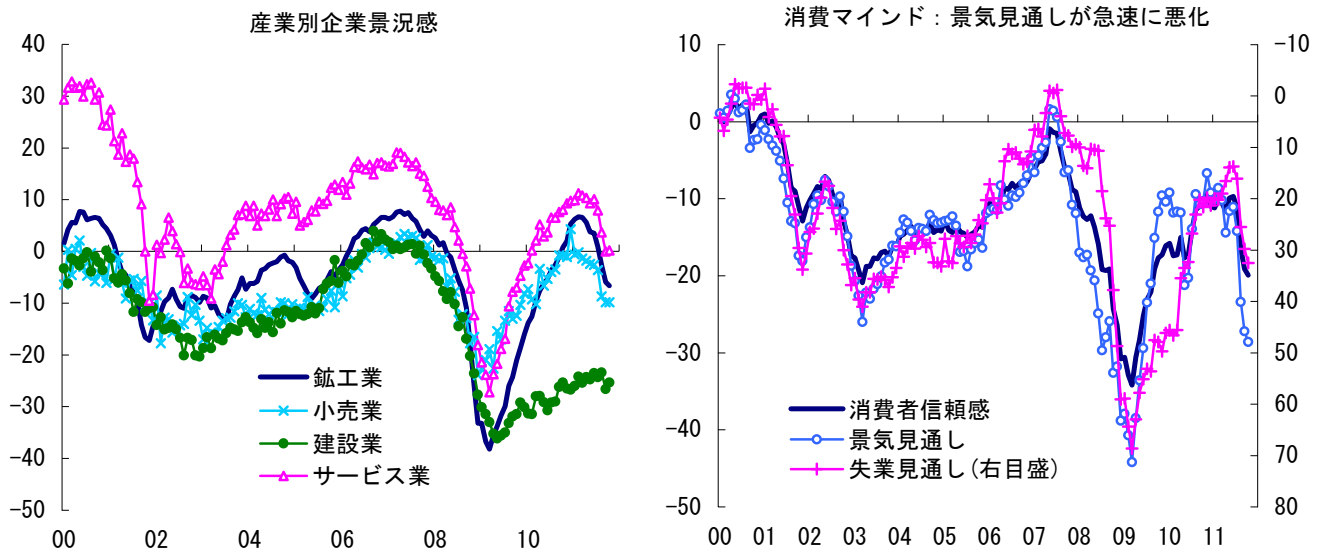


出所 : Eurostat データより大和総研作成

### 景況感悪化の原因は 世界景気の減速とユ ーロ圏債務危機

もともとユーロ圏の企業景況感は今年2月にピークアウトしているが、8月と9月に急速に悪化した。米国景気の二番底が懸念され、エマージング諸国の高成長も減速してくるとの観測が高まったこと、さらにユーロ圏債務懸念に関して政策対応が後手に回り、事態改善への期待が持てないことが原因と考えられる。このところの米景気指標は、小売売上や企業景況感などが予想を上回り、夏場に懸念されたほど景気が弱くない可能性が出てきた。しかしながら、ユーロ圏債務問題に関する閉塞感は消えていない。

図表3 ユーロ圏の企業と消費者のマインド悪化傾向は継続



出所：欧州委員会のデータより大和総研作成

### 10月末のユーロ圏首 脳会議ではEFSF増強 策が積み残し課題に

「包括的な対応策」の発表を予告した10月23日と26日のユーロ圏首脳会議は、銀行の自己資本増強スケジュール（2012年6月末までにコア Tier1 で9%の自己資本比率達成）を決定し、また、ギリシャ国債の民間債権者に自発的に50%のヘアカットを要請することを決め、ギリシャの債務返済負担の軽減への道を開いた。ただし、ギリシャおよび銀行支援の財源であり、ユーロ圏債務危機の伝播を防ぐために不可欠なEFSF（欧州金融安定化機構）の増強に関しては、「レバレッジ（てこの原理）を利用して1兆ユーロ規模に拡大する」との文言は出てきたものの、具体的にどのような手段でそれを実現させるか不明瞭なまま残された。しかも、この直後にギリシャで財政支援を受け入れるか否かに関して国民投票を実施するとパパンドレウ首相の爆弾発言が飛び出したことで、EFSF増強策の具体化は11月3、4日のG20サミット、11月7日のユーロ圏財務相会合などで十分に議論される機会を逸してしまった。

### イタリア国債の利回 り急上昇

この間に、債務懸念がギリシャからイタリアへと一気に波及した。イタリアはユーロ圏3位の経済規模を持ち、特に国債市場は独仏よりも市場規模が大きい。このため、ユーロ圏の銀行にとってイタリア国債はドイツ国債と並んで保有比率の高い資産であり、イタリア国債の利回り急上昇の悪影響はギリシャ国債の比ではない。イタリア向け債務が特に大きいのが同国の銀行を買収してきたフランスの銀行である。株価大幅下落に直面したフランスの銀行は、このところ保有するイタリア国債の圧縮に動いているが、それがイタリア国債利回りの上昇原因となる悪循環に陥っている。

債務懸念がマイナス成長をもたらすリスクが高まりつつある

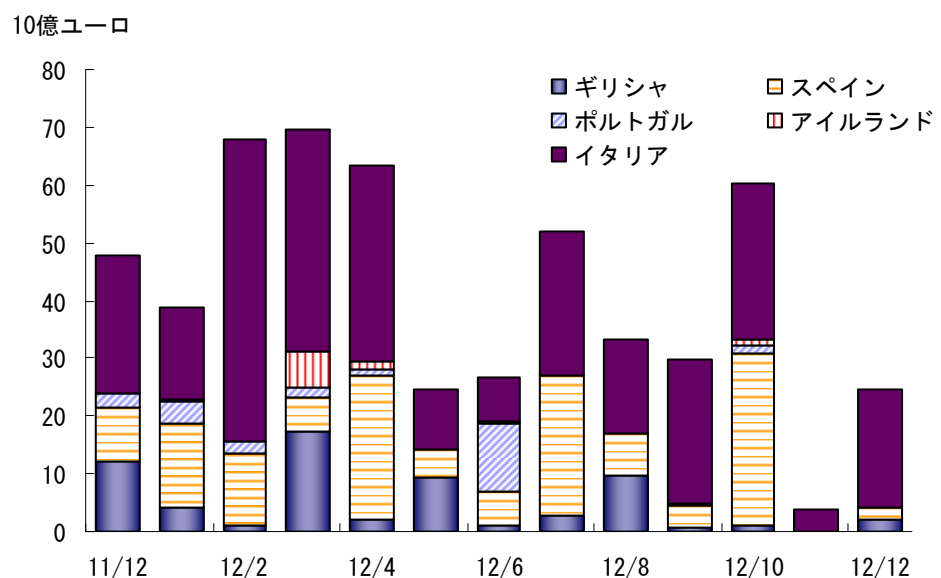
11月半ばには、スペイン、フランス、ベルギーの国債利回りも上昇傾向をみせ、ドイツ国債との利回り格差が急拡大している。国債利回りの上昇は各国の財政赤字削減を難しくする要因であり、追加的な財政赤字削減策が必要となれば、内需を一段と冷やすことにつながろう。また、国債価格の下落は自己資本増強を迫られている銀行にとって痛手であり、銀行貸出の抑制が景気を冷やすことが懸念される。債務問題解決に向けて前進がなければ、ユーロ圏全体としてマイナス成長に陥る可能性を否定できない。

ギリシャとイタリアで相次いで挙国一致内閣誕生

11月10日にギリシャではパパデモス前 ECB 副総裁が首相に指名され、政治家ではない首相を擁する実務型内閣が誕生した。11月16日に同内閣は与党と野党の双方から信任を得て、挙国一致の危機対応内閣の体裁を整えることができた。とはいえ、パパデモス内閣が財政健全化政策の遂行を約束するだけでは市場の信頼回復とはなるまい。国有企業の民営化、公務員のリストラ、労働市場改革などへの具体的な取り組みを急ぐ必要がある。

ギリシャに続いて政治リスクが脚光を浴び、首相交代へとつながったイタリアでは、元欧州委員会委員のモンティ氏が新首相に指名され、11月16日に新内閣が発足した。ギリシャ同様、非政治家の首相の誕生である。実はイタリアでは政治と経済が混乱した1990年代半ばにも非政治家内閣のディーニ内閣が政権を担当し、危機を乗り切った経験がある。モンティ内閣も北部同盟を除く与野党が支持を表明する見込みで、ベルルスコーニ内閣が存続した場合、あるいは解散総選挙になった場合と比べれば、政治的空白を回避できた点がプラスに評価される。とはいえ、新政権発足だけで市場の信頼を得ることができないのはイタリアも同様であり、財政健全化に向けた取り組みを早期に具体化させる必要がある。しかも、イタリアは2012年前半に大型の国債償還を迎える。1月から4月までに償還期限を迎える国債は元本に利子を加えると1,400億ユーロに上るため、それまでに国債利回りを低下させる必要がある。

図表4 国債償還スケジュール（中長期債＋短期債）



注：元本と利払いを含む

出所：Bloomberg データより大和総研作成

## ECBの「役割拡大」へ 高まる期待

とはいえ、ユーロ圏の財政・金融問題解決への取り組みは、各国の対応だけでは限界がある。ところが、10月末のユーロ圏首脳会議では支援のための財源確保が不十分で、危機伝播に対する防波堤の役目を果たせていない。この状況下でECB（欧州中央銀行）の役割拡大への期待がますます高まっている。

## 11月に利下げに動い たECB

ECBは11月3日の金融政策委員会で0.25%の利下げを決定し、政策金利を1.25%とした。利下げは2009年5月以来のことである。ユーロ圏の10月の消費者物価は前年比+3.0%と高水準だったが、ECBは景気減速を背景に物価も中期的に低下傾向をたどると予想し、利下げを決めた。就任したばかりのドラギ ECB 総裁は、ユーロ圏景気は「マイルドなリセッションに陥る可能性がある」と景気見通しを下方修正しており、早ければ12月にも追加利下げを決めて政策金利を1.00%に引き下げると予想される。

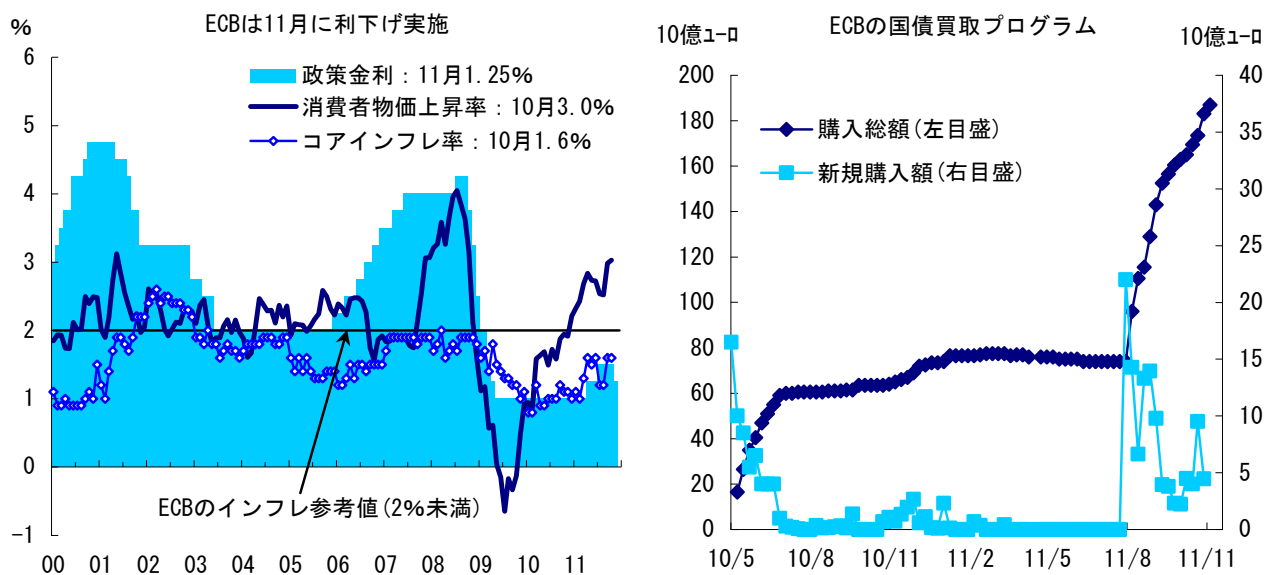
## 金融緩和以外に可能 な関与は？

さらに ECB には財政懸念国への支援により積極的に関与することが期待されている。ECBは8月以降、イタリアやスペインの国債を流通市場で購入してきたが、11月の国債市場は売り手一色になっており、利回り上昇をとどめることはできていない。この中で、ECBはユーロ圏加盟国に対して「最後の貸し手」となるべきとの議論が高まっている。とはいえ、EU条約ではECBがユーロ圏加盟国の債務を引き受けることを禁じている。このため、ECBが発行市場で国債を引き受けることはEU条約の改正を経なければならず、困難である。一方、10月末のユーロ圏首脳会議の直前にフランスが提案した、EFSFを銀行に転換し、ECBから資金を調達する提案に関しては再検討の余地があると考えられる。

## 反対姿勢のドイツは 早急に対案を

もっとも、ECBの関与拡大に対しては、ドイツ政府とドイツ連銀が引き続き非常に慎重である。ECBの政府からの独立性を脅かし、インフレの原因になる可能性が高いという「伝統的な」理由を繰り返している。代わってドイツではEFSFの増強が有効な対応策と考えているが、EFSFの現状の設計ではイタリアとスペインが支援対象となることは想定されていない。市場を納得させるようなEFSF増強策の具体的な方法を早急に明らかにすべきだろう。11月29日のユーロ圏財務相会合、12月9日のEU首脳会議が今後の注目日程となると予想される。

図表5 金融緩和に動いたECBは国債買取を増額させるか



注：コアインフレ率は食品、アルコール、タバコ、エネルギーを除く  
出所：ECB データより大和総研作成

## 英国経済

### 低成長が続く

7-9月期成長率は前期比+0.5%と4-6月期の同+0.1%から加速した。ただし、これは4-6月期の営業日がロイヤル・ウェディングによる特別祝日で1日少なかったことの反動で押し上げられており、実態は低成長が継続していると判断すべきだろう。

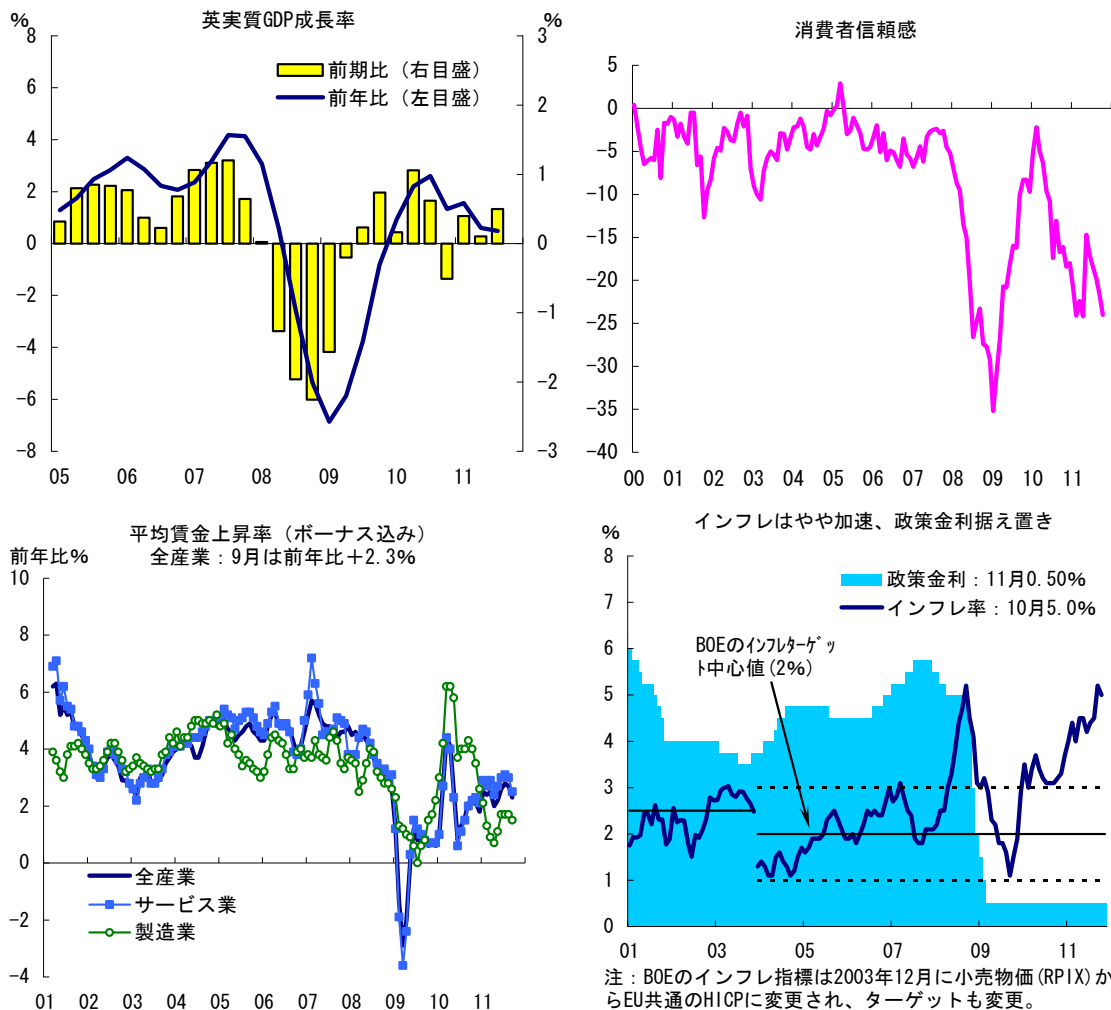
### 失業者数は再び増加へ？

個人消費を取り巻く環境は引き続き厳しく、消費者信頼感は悪化している。9月の失業保険申請者数は5,300人増で増加ペースは3ヶ月連続で鈍化したが、10月の決算発表で金融機関のリストラ発表が相次ぎ、失業者数は今後改めて増加する可能性が高い。また9月の賃金上昇率は全産業ベースで前年比+2.3%へ鈍化した。一方で9月の消費者物価上昇率は前年比+5.2%の高水準であり、実質賃金が前年比で目減りする状況が継続している。

### 景気持ち直しは2012年半ばからか

英中銀 (BOE) は10月に国債買取プログラムを750億ポンド上積みすることを決め、財政引き締め政策とのバランスをとろうとしている。2012年に入ると、2011年1月のVAT増税効果が剥落し、消費者物価は低下すると見込まれる。そうなれば、家計の実質的な購買力が向上する。金融部門の雇用調整一巡とあいまって、2012年半ば以降、英国経済はゆっくりと持ち直しに動いてくると予想される。

図表6 英国経済指標



出所：英国統計局、BOE（英中銀）

## <欧州経済・金利見通し>

### ユーロ圏経済見通し

	2010			2011					2012				
	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率													
国内総生産	1.6%	1.1%	1.8%	3.1%	0.7%	0.6%	0.4%	1.7%	0.2%	1.0%	1.2%	1.0%	0.7%
民間消費支出	1.2%	1.2%	0.9%	0.6%	-0.9%	0.9%	0.4%	0.5%	0.4%	0.6%	0.9%	1.1%	0.5%
政府消費支出	0.1%	0.1%	0.4%	1.7%	-0.6%	-1.2%	-1.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.4%
総固定資本形成	-0.1%	-0.9%	-0.9%	7.5%	0.6%	4.5%	2.0%	3.0%	1.2%	2.4%	2.8%	2.8%	2.3%
輸出等	7.5%	5.0%	10.1%	5.6%	2.9%	6.1%	2.0%	5.8%	2.8%	4.1%	6.6%	7.4%	4.1%
輸入等	6.2%	4.4%	9.2%	6.5%	0.8%	4.1%	1.2%	4.9%	2.8%	3.6%	7.0%	8.2%	3.6%
前年同期比 (除く失業率)													
国内総生産	2.1%	1.9%	1.8%	2.4%	1.6%	1.4%	1.2%	1.7%	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	0.7%
民間消費支出	1.1%	1.2%	0.9%	0.9%	0.5%	0.4%	0.2%	0.5%	0.2%	0.6%	0.6%	0.7%	0.5%
政府消費支出	0.2%	-0.2%	0.4%	0.7%	0.3%	0.0%	-0.3%	0.2%	-0.7%	-0.6%	-0.3%	0.0%	-0.4%
総固定資本形成	0.7%	1.2%	-0.9%	3.8%	1.7%	2.9%	3.6%	3.0%	2.1%	2.5%	2.1%	2.3%	2.3%
輸出等	11.1%	10.6%	10.1%	8.8%	5.3%	4.9%	4.2%	5.8%	3.5%	3.7%	3.9%	5.2%	4.1%
輸入等	10.7%	10.7%	9.2%	8.3%	4.5%	3.9%	3.1%	4.9%	2.2%	2.9%	3.6%	5.4%	3.6%
鉱工業生産 (除建設)	7.2%	8.0%	7.4%	6.6%	4.2%	4.2%	1.8%	4.1%	1.2%	1.2%	0.9%	1.9%	1.3%
実質小売売上高	1.3%	0.6%	0.7%	0.1%	-0.3%	-0.7%	-0.2%	-0.3%	0.0%	0.6%	1.0%	1.1%	0.7%
消費者物価	1.7%	2.0%	1.6%	2.5%	2.8%	2.7%	2.9%	2.7%	2.7%	2.2%	2.4%	2.0%	2.3%
生産者物価	4.0%	4.8%	2.9%	6.5%	6.3%	5.9%	5.1%	5.9%	3.3%	2.9%	2.3%	2.2%	2.7%
失業率	10.1%	10.0%	10.1%	10.0%	10.0%	10.1%	10.2%	10.1%	10.2%	10.1%	10.0%	10.0%	10.1%
10億ユーロ													
貿易収支	7.9	-0.9	16.1	-1.3	-4.6	1.0	3.0	-1.9	7.0	9.0	10.0	7.0	33.0
経常収支	-8.0	-17.6	-43.2	-10.2	-13.1	-14.3	-9.4	-47.0	-3.6	-9.7	-5.8	-9.0	-28.1
財政収支			-545					-436					-381

独 国債10年物 (期中平均)	2.45%	2.64%	2.78%	3.18%	3.14%	2.29%	1.82%	2.61%	1.96%	2.07%	2.21%	2.36%	2.15%
独 国債2年物 (期中平均)	0.71%	0.94%	0.85%	1.42%	1.70%	0.86%	0.40%	1.10%	0.50%	0.65%	0.75%	0.90%	0.70%
欧 政策金利 (末値)	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.25%	1.50%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%

注：2011年Q3まで実績値（GDP内訳と貿易・経常収支はQ2まで実績値）。それ以降は大和総研予想。

出所：EU統計局（Eurostat）、欧州中央銀行（ECB）、大和総研

### 英国経済見通し

	2010			2011					2012				
	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率													
国内総生産	2.5%	-2.0%	1.8%	1.6%	0.4%	2.0%	-0.5%	0.8%	1.1%	1.4%	1.9%	1.9%	1.2%
民間消費支出	-0.6%	-0.4%	1.1%	-2.5%	-2.4%	-0.4%	1.0%	-1.0%	1.0%	1.4%	1.8%	2.0%	0.8%
政府消費支出	-0.2%	0.3%	1.5%	3.2%	4.6%	0.8%	0.4%	1.9%	-0.4%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%
総固定資本形成	4.3%	-2.0%	2.6%	-10.6%	6.9%	8.2%	2.0%	-0.8%	4.1%	3.2%	2.4%	2.0%	3.9%
輸出等	0.7%	16.5%	6.2%	6.2%	-5.2%	4.1%	2.0%	5.1%	2.8%	4.1%	3.2%	3.6%	2.6%
輸入等	11.0%	6.8%	8.5%	-11.3%	-1.3%	1.6%	5.3%	0.5%	2.4%	4.1%	3.6%	3.2%	3.1%
前年同期比 (除く失業率)													
国内総生産	2.6%	1.3%	1.8%	1.6%	0.6%	0.5%	0.9%	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	1.6%	1.2%
民間消費支出	1.5%	0.4%	1.1%	-0.1%	-1.5%	-1.4%	-1.1%	-1.0%	-0.2%	0.8%	1.3%	1.6%	0.8%
政府消費支出	1.5%	0.9%	1.5%	1.1%	1.9%	2.2%	2.2%	1.9%	1.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.4%
総固定資本形成	3.5%	2.7%	2.6%	-4.3%	-0.6%	0.3%	1.3%	-0.8%	5.3%	4.4%	2.9%	2.9%	3.9%
輸出等	7.1%	7.6%	6.2%	9.5%	4.3%	5.1%	1.7%	5.1%	0.9%	3.2%	3.0%	3.4%	2.6%
輸入等	11.6%	9.8%	8.5%	4.1%	0.9%	-1.3%	-1.6%	0.5%	2.0%	3.3%	3.9%	3.3%	3.1%
鉱工業生産	3.2%	3.0%	1.9%	1.5%	-0.9%	-0.9%	-0.7%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	0.4%	0.8%	0.1%
実質小売売上高	0.0%	-0.9%	-0.2%	1.5%	0.5%	-0.3%	1.2%	0.7%	1.5%	1.8%	2.1%	1.9%	1.8%
消費者物価	3.1%	3.4%	3.3%	4.1%	4.4%	4.7%	4.7%	4.5%	3.9%	3.4%	3.0%	2.5%	3.2%
生産者物価 (出荷価格)	4.1%	4.1%	4.2%	5.3%	5.6%	6.1%	5.6%	5.6%	4.1%	2.5%	2.6%	2.6%	2.9%
失業率	4.6%	4.5%	4.7%	4.5%	4.7%	4.9%	5.1%	4.8%	5.2%	5.1%	5.0%	4.8%	5.0%
10億英ポンド													
貿易収支	-25.4	-26.9	-98.5	-22.8	-24.6	-27.2	-25.3	-99.9	-25.1	-26.5	-29.4	-27.3	-108.3
経常収支	-10.1	-9.7	-36.7	-4.1	-2.0	-7.8	-8.6	-22.6	-6.9	-9.2	-10.8	-9.6	-36.6
財政収支	-26.2	-38.3	-123.0	-13.6				-134.2					-114.1

注：2011年Q3まで実績値（GDP内訳と経常収支はQ2まで実績値）。それ以降は大和総研予想。

出所：英国統計局（ONS）、英中銀（BOE）、大和総研